

© BRIEF

E.S.G.

한국형 거버넌스(G)의 구조적 문제와 해결방안



김우찬

고려대학교 교수
경제개혁연대/경제개혁연구소 소장

* 이 글은 2023년 3월 16일 제4차 E.S.G. 법제 포럼에서 논의를 거쳐 저자가 정리한 의견으로서, G - Brief에 수록된 글의 저작권은 한국법제연구원에 있습니다.

** 따라서 이 글을 인용할 경우, 김우찬, “한국형 거버넌스(G)의 구조적 문제와 해결방안”, G - Brief No.6., 한국법제연구원(2023), ○○면을 표기하여야 합니다.

I. 들어가며 : 미국 E&S 논의의 최근 흐름

우리나라에서는 E&S 경영 또는 E&G 투자가 대세라고 말하지만, 미국의 경우에는 2022년부터 이에 대한 반격이 시작되어 그 분위기가 사뭇 다르다.¹⁾ 반격은 E.S.G.에 반대하는 공화당과 그 지지자들에 의해 주도되고 있다.

먼저, 세계 최대 투자자인 BlackRock은 텍사스 주의 에너지 차별 철폐법 통과로 텍사스 연금(Texas Retirement System) 운용권을 잃을 위기에 놓이게 되자 2022년 주주총회 시점부터 E&S 투자에 대한 적극성이 크게 감퇴했다.²⁾ 우리나라를 포함해 수많은 나라가 도입한 여성 이사 할당제도는 미국 캘리포니아 주에서는 평등권 위반을 이유로 2022년 위헌 판정을 받았다.

또, 2022년에는 Anti-E&S 행동주의를 표방하는 자산운용회사(Strive Asset Management)가 설립되어 화석연료 회사에만 투자하는 ETF(DRLL)를 출시하는가 하면, 탈-E&S 경영에 입각한 의안 분석 서비스도 제공하고 있다.³⁾ 끝으로 기업연금의 E.S.G. 투자를 가능하게 만든 바이든 정부의 노동부 규칙 개정은 올해 3월 의회의 결의안 채택으로 무산 위기에 놓였으나 바이든 대통령의 거부권 행사로 그 명맥이 겨우 유지되고 있다. 공화당의 반대가 지속하는 한 미국에서는 E&S 경영 또는 E&S 투자의 길이 순탄하지 않을 것으로 전망된다.

- 1) 사회책임경영, 지속가능경영 등 주주 이외 다른 이해관계자의 이익을 고려하는 경영을 지칭할 때 E.S.G. 경영이라는 표현보다는 E&S 경영이라는 표현이 더 적합하다. 거버넌스(G)란 기본적으로 주주의 이익을 보호하는 장치이기 때문이다. 마찬가지로 이유로 E.S.G. 투자라는 표현 대신 E&S 투자가 더 적합한 표현이다.
- 2) 텍사스 주는 세계 최대 석유회사인 ExxonMobil의 본사가 위치한 주이자 1995년 이후 계속해서 공화당이 집권하고 있는 주이다. BlackRock은 2022년 8월 유럽의 여러 운용회사와 함께 TRS 운용권을 박탈당했다.
- 3) Strive Asset Management는 「Woke Inc.: Inside Corporate America's Social Justice Scam」 출판으로 유명한 Vivek Ramaswamy가 설립했다. 동인은 올해 2월 공화당의 2024년 대선 후보 경선에 등록했다.



II. 한국형 거버넌스(G)의 구조적인 문제점과 최근의 두 가지 움직임

우리나라 기업 거버넌스의 가장 중요한 구조적인 문제점을 꼽는다면 그것은 바로 총수 중심의 기업 거버넌스일 것이다. 우리나라 기업의 대다수인 가족 지배기업에서는 총수 일가가 절대권력을 행사할 뿐만 아니라 총수 일가를 위해 필요한 거래라면 일반 주주의 이익을 희생시켜서라도 반드시 관철하려 한다.⁴⁾ 또 다른 구조적 문제는 금융 지주회사나 민영화기업 등 소유가 분산된 기업에서 찾을 수 있다. 비록 그 수는 적지만 영위 업종이나 규모를 고려했을 때 결코 무시할 수 없는 기업들인데 주주가 아닌 대표이사 중심의 거버넌스를 구축하고 있다. 경영 성과를 통해 일반주주의 지지를 얻으려 하기보다는 경쟁자 제거, 사외이사 포섭, 상호주식 보유 등을 통해 참호를 구축

4) 2015년 삼성물산-제일모직 합병이 대표적인 사례이다. 2020년 검찰은 이와 관련해서 이재용 부회장(당시 직함)을 비롯한 삼성그룹 핵심 관련자 11명을 기소했다.

하는 데 더 열심인 경우가 많다.⁵⁾

그나마 다행인 것은 몇 년 전부터 일반주주의 목소리가 상당히 커졌다는 것이다. 주주 행동주의 펀드들의 움직임이 눈에 띄게 활발해졌고, 소액주주연대들도 주주결집에 성공한 사례를 늘려나가고 있다. 해외 연기금은 2년 연속 대상 회사 정관 변경에 성공했다.⁶⁾ 하지만 대상 회사의 수가 아직 제한적이고, 대상 회사의 거버넌스 구조를 근본적으로 변화시킨 사례는 많지 않다.

최근에 등장한 또 다른 중요한 움직임은 대통령, 집권 여당, 금융감독원장, 국민연금공단 이사장 등이 금융회사나 민영화기업의 거버넌스 구조에 대해 적극적으로 문제를 제기하고 있다는 점이다. 이를 통해 이들 기업의 거버넌스가 개선되면 좋겠지만 이를 바라보는 시장 참여자들의 시선은 절대 곱지 않다. 가족이 지배하는 소위 재벌기업의 문제점에 대해서는 침묵하고, 유독 이들 소유분산 기업에 대해서만 목소리를 높이고 있어 낙하산 인사를 하기 위한 포석으로 의심하고 있기 때문이다.

III. 해결방안: 일반주주권한의 강화필요성 및 구체적 방안 모색

총수 또는 대표이사 중심의 거버넌스 구조를 주주 중심의 거버넌스 구조로 전환하려면 일반주주의 힘을 대폭 강화해야 한다. 이를 위해서는 우선 일반주주가 자신의 이익을 스스로 보호하고, 어렵지 않게 손해배상소송을 제기할 수 있어야 한다. 또, 주주 평등의 원칙이 철저히 구현되어야 한다.

하지만 이들은 필요최소한의 장치에 불과하다. 일반주주가 정말 힘을 발휘하려면 흩어져 있는 일반주주의 힘을 한데 모을 수 있는 구심점이 있어야 하며, 일반주주 전체의 의사를 경영자에게 전달할 수 있는 공식적인 창구가 마련되어 있어야 한다. 이렇게

5) 대표적인 상호주 보유 사례는 KT에서 찾을 수 있다. 2022년 9월 KT와 현대자동차그룹 두 개 계열사는 자사주를 맞교환해서 KT는 현대자동차 지분 1.04% 그리고 현대모비스 지분 1.47%를 취득하게 되었고, 현대자동차와 현대모비스는 KT 지분을 각각 4.6%와 3.1% 취득하게 되었다.

6) 네덜란드 연금의 운용사인 APG와 경제개혁연대가 공동 제안한 정관 변경안을 대상 회사인 HDC현대산업개발(2022년)과 KT(2023년)가 수용했고, 표 대결 없이 주주총회에서 가결되었다.

된다면 거버넌스 문제를 빌미로 한 정부의 부당한 개입도 막을 수 있다.

일반주주의 힘을 강화하는 또 다른 방법은 일정한 경우 반대편에 있는 이사나 경영 참여 지배주주의 법적 책임을 강화하거나 이들의 힘을 제약하는 것이다. 여기서 일정한 경우란 이사나 경영 참여 지배주주의 이익이 일반주주의 이익과 상충하는 경우를 의미한다. 총수에 대한 엄정한 범 집행도 일반주주의 힘을 강화하는 중요한 방법이다.

1. 주주총회의 권한 강화

일반주주가 자신의 이익을 스스로 보호할 수 있도록 중요 거래의 경우 그 결정을 이사회가 아니라 주주총회에서 하도록 해야 한다. 일정 규모 이상의 특수관계인 간 거래가 이에 해당할 수 있다.⁷⁾ 더 나아가 영국처럼 회사가 대규모 자산을 양수·도할 때도 주주총회의 승인을 받도록 할 필요가 있다. 무리한 기업 인수는 나중에 일반주주에게는 물론 채권자들에게도 막대한 피해를 줄 수 있기 때문이다.⁸⁾

2. 주주대표소송 활성화

주주가 회사를 대신해 회사에 손해를 입힌 이사의 책임을 추궁할 수 있어야 하는 데 현실적으로 여러 가지 걸림돌이 있다. 기관투자자들이 소제기를 거의 하지 않는 우리의 현실에서 현재의 지분요건은 너무 높다.⁹⁾ 주주대표소송은 공익소송인 만큼 단독주주권으로 하거나 금액 기준으로 지분요건을 바꿔야 한다. 또, 증거편제 문제를 해결하기 위한 디스커버리 제도가 도입되거나 충실의무 위반 사건의 경우 입증 책임의 전환이 이루어져야 한다. 주식의 포괄적 교환을 이유로 원고적격을 박탈하는 일도 없어야

7) 특수관계인 간 거래에 대해 주주총회의 승인을 받도록 하는 해외사례에 관해서는 OECD(2012) 참조.

8) 금호-아시아나 그룹이 대표적인 사례이다. 금호-아시아나 그룹은 대우건설, 대한통운 인수를 위해 조달한 막대한 차입금을 결국 감지 못해 이후 그룹 해체의 길을 걷게 되었다. 대규모 자산 양수·도에 대한 주주총회의 승인제도의 효과에 관해서는 Becht, Polo, and Rossi(2016) 참조.

9) 상장회사의 경우 6개월 이상 0.01% 소유하면 소 제기 청구를 할 수 있다. 만약 시가총액이 약 13조 원인 SK의 임원을 상대로 소 제기를 청구하려면 13억 원 상당의 주식을 보유하고 있어야 한다.

한다.¹⁰⁾ 마지막으로 증권거래소가 주주대표소송을 제기하는 대만의 사례도 참고할 필요가 있다.¹¹⁾

3. 주주 평등의 원칙 구현

주주 평등의 원칙을 구현하기 위해 의무공개매수제도를 도입해야 한다. 즉, 일반주주들도 지배주주가 매각한 가격과 같은 가격으로 자신이 보유한 주식 모두를 인수자에게 매각할 수 있어야 한다.¹²⁾ 주식을 부분적으로만 매각할 수 있는 정부안(인수자에게 50% + 1주 인수의 의무만을 부과하는 방식)으로는 주주 평등의 원칙을 온전히 구현할 수 없다.¹³⁾ 한편, 비상장 벤처기업에 복수의결권 주식 발행을 허용하는 법안이 최근 국회를 통과했는데 이는 주주 평등의 원칙에 정면으로 반하는 정책이다.

4. 주주행동주의 펀드 활성화

주주행동주의 펀드는 흩어져 있는 일반주주의 힘을 한데 모으는 구심점 역할을 할 수 있다. 하지만 이렇기에 아직 그 수가 많지 않다. 더욱 많은 주주행동주의 펀드가 활동하려면 국민연금이 나서야 한다. 즉, 다른 나라들에서처럼 대체투자 자산군에 주주행동주의 펀드 투자를 편입하고, 펀드에 유한책임사원으로 참여해야 한다. 이 펀드들은 주식을 스스로 소유하는 만큼 주식을 국민연금 명의로 소유해야 하는 현재의 책임투

10) 현대증권 임원을 상대로 주주대표소송을 제기한 주주들은 KB금융지주 주식과 현대증권 주식의 포괄적 교환에 따라 원고 자격을 잃은 바 있다.

11) Securities and Futures Investors Protection Center (SFIPC)가 수행하고 있으며 자세한 내용은 sfipc.org.tw 참조.

12) 경제개혁연구소는 2010년부터 의무공개매수제도의 재도입을 주장해 왔다. 이에 대해서는 김우찬·강정민 (2010) 참조.

13) 모든 주식이 매도되지 않도록 50% + 1 주에 대해서만 인수자에게 매수 의무를 부과한 것은 인수 비용이 지나치게 커질 것이라는 판단에 기초한 것이나 이를 뒷받침할 실증적인 근거는 없다. 오히려 거래 성사를 위해 인수 비용이 지나치게 커지지 않도록 인수자와 지배 블록 매도자 양측이 낮은 지배권 프리미엄에 합의 가능성이 있다.

자형 위탁운용사와 비교해 훨씬 적극적으로 주주권을 행사할 수 있다. 전자위임장의 의무화, EMAIL 주소의 주주명부 기재, 주총 소집통지 기간 연장, 주총 분산 개최 등도 주주행동주의 펀드 활성화에 도움을 주는 정책들이다.

5. 권고적 주주제안 제도 도입

현재의 주주제안제도에서는 제안 안건이 주총에서 결의 요건을 갖추면 바로 구속력을 갖는 장점이 있지만, 제안 안건이 법률과 정관에서 정한 것에 한정되는 단점이 있다. 이에 현재의 주주제안제도에 더해서 미국에서 활용되고 있는 권고적 주주제안제도의 도입이 필요하다. 비록 주주 과반의 동의를 얻더라도 구속력을 갖지는 못하지만, 경영진에 대한 효과적인 압박 수단이 될 수 있고 좀 더 다양한 안건을 제안할 수 있는 장점이 있기 때문이다. 예컨대, 탄소배출 감축, 작업장 안전 보장, 자사주 소각 등 주주와 경영자 간에 서로 소통이 필요한 중요 사항에 관해 경영자의 계획을 밝히도록 요구할 수 있다.¹⁴⁾

6. 충실의무의 대상 확대

상법과 대법원 판례로 인해 이사의 충실의무 대상이 회사로 국한되는 것으로 해석되는 문제를 해결해야 한다.¹⁵⁾ 주주의 비례적 이익 보호가 충실의무의 대상이 된다는 판례가 없지는 않지만, 완전한 법리로 자리를 잡으려면 너무 오랜 세월을 기다려야 하는

14) 이런 목적으로 경제개혁연대는 네덜란드 연금 운용사인 APG와 함께 2022년 HDC현대산업개발과 2023년 KT를 상대로 권고적 주주제안제도 도입을 위한 정관 변경안을 제안했다. HDC현대산업개발의 경우 실제 주주총회에서 표결이 이루어졌는데 지배주주인 지주회사 HDC와 특수관계인 지분을 제외하면 97%대의 찬성표를 받았다. KT의 경우 다른 정관개정안(자사주 관련)이 수용되면서, 권고적 주주제안제도 도입을 위한 정관 변경안을 철회함에 따라 해 주주총회에서 표결이 이루어지지 않았다.

15) 상법 제382조의3은 '이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다'고 정하고 있다.

만큼 상법 개정을 통해 입법적으로 해결하는 것이 오히려 현실적이다.¹⁶⁾

7. 이해 상충 거래의 금지

일반주주의 이익을 보호하기 위해 경영 참여 지배주주의 이익과 일반주주의 이익이 상충하는 일부 거래의 경우 법으로 금지할 필요가 있다. 자사주의 제3자 발행, 인적 분할 시 자사주 배정(자사주의 마법), 자사주 맞교환을 통한 상호주 보유 등은 모두 지배주주의 지배권 강화를 위해 일반주주의 의결권을 훔치는 것이므로 이를 법으로 금지해도 결코 과도한 규제라고 할 수 없을 것이다.



8. 이해상충 상황에서의 의결권 제한

경영 참여 지배주주의 이익과 일반주주의 이익이 상충하는 경우는 비단 자사주 관련 거래에만 국한되지 않는다. 감사 또는 감사위원의 선임, 계열사 간 합병, 회사의 물적 분할, 특수관계인 간 상품·용역의 거래도 여기에 해당한다. 감사 또는 감사위원 선임의 경우 이미 60년대부터 지배주주의 의결권 제한이라는 해법이 제시되어 지금까지

16) 이용우 의원은 2022년 3월 이사의 충실의무 대상을 확대하는 내용의 상법 일부개정법률안을 대표발의했다. 개정안에 따르면 '이사는 법령과 정관의 규정에 따라 주주의 비례적 이익과 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다'고 정하고 있다.

활용되고 있다.¹⁷⁾ 나머지 거래의 경우에도 의결권을 제한하든지 이스라엘 또는 인도처럼 소수 주주 과반 결의제도(majority of minority rule)를 도입할 필요가 있다.

9. 총수에 대한 법의 엄정한 집행

사익편취 거래로 공정거래법을 위반하거나 배임·횡령으로 형법 또는 특정경제범죄가중처벌법을 위반한 총수에 대해 엄정한 법 집행이 이루어져야 하는데 그렇지 못하다. 예컨대, 사업 기회를 총수에게 부당하게 제공하더라도 공정거래위원회가 부과할 수 있는 과징금 액수는 제공한 사업 기회 규모와 무관하게 40억 원을 초과할 수 없다. 법의 불비로 인해 솜방망이 처벌이 불가피한 상황이다.¹⁸⁾ 또, 특정경제범죄가중처벌법상의 취업제한 처분을 받고도 고액의 보수를 받는 미등기임원이 있었지만 수개월째 방치된 바 있다.¹⁹⁾

대통령의 사면권도 매우 신중하고 필요최소한으로만 행사되어야 한다. 사면권 행사는 사법부의 판단이나 법률에 따른 효력을 대통령이 변경시키는 행위로 삼권분립이나 법치주의 원칙에 반할 뿐만 아니라 형사처벌의 범죄억제 효과를 무력화하고, 정경유착의 고리를 더욱 강화하기 때문이다. 작년 광복절에 대통령은 범국가적 경제위기 극복, 적극적인 기술 투자와 고용 창출, 국가의 성장동력 주도 등 명분으로 재벌총수에 대한 특별사면과 복권을 단행했는데 이는 사면권의 근거로 삼기에 부족하다.

17) 본인이 이사직을 직접 수행하거나 이사 선임에 지대한 영향력을 가진 지배주주가 감사 또는 감사위원 선임에까지 지대한 영향력을 행사하면 자기 감독의 모순에 빠지게 되어 감사 또는 감사위원회 제도의 존재 이유를 뒤흔들게 된다.

18) 부당한 사업 기회 제공행위로 공정거래법을 위반한 SK와 그 제공 객체인 최태원 회장은 2021년 12월 공정거래위원회로부터 각각 8억 원의 과징금만 부과받았다. '매출액이 없는 경우 등에는 20억 원을 초과하지 아니하는 범위에서 과징금을 부과할 수 있다'는 조문에 따른 것이다. 당시 상한 20억 원은 2022년 12월부터 40억 원으로 상향 조정되었으나 제공한 사업 기회의 규모에 비해서는 여전히 너무 낮은 수준이다. 공정거래위원회도 이 문제를 깊이 인지하고 사업 기회가 주식취득 기회일 때 법위반 금액의 산정 방안을 검토할 계획임을 밝혔으나 아직 소식이 없다.

19) 김호석유화학의 박찬구 회장이 대표적인 사례이다. 경제개혁연대가 법무부에 두 차례(2022년 11월, 2023년 4월) 박찬구 회장 해임 요구 요청 공문을 발송한 이후, 법무부가 박찬구 회장을 상대로 시정조치를 요구하자, 박찬구 회장은 올해 5월 비로소 회장직에서 물러났다. 이에 관한 자세한 내용은 경제개혁연대(2023) 참조.

IV. 결어: 기업지배구조 개선과 경제력 집중 억제 중요성

이상 열거한 여러 개혁과제는 추진과정에서 상당한 저항에 부딪힐 수밖에 없는데 그 저항의 정도는 총수 일가에게 얼마나 많은 경제력이 집중되어 있느냐에 따라 다를 것이다. 이들이 막강한 자본력을 활용해서 입법, 행정, 사법, 언론, 대학 등을 포섭한다면 개혁과제들은 실현 불가능하거나 유명무실하게 변질한 채 도입될 것이기 때문이다. 그리고 총수 중심의 한국형 기업 거버넌스(G) 구조는 영원히 지속될 것이다. 따라서 일반주주의 힘을 강화하는 여러 개혁과제를 성공적으로 완수하길 진정으로 원한다면 경제력 집중 억제정책도 함께 꾸준히 추진해야 한다. 이런 의미에서 대규모기업집단 규제, 금산분리, 높은 상속·증여세율은 그 부작용에도 불구하고 결코 우리가 버릴 수 없는 귀중한 정책들이다.

이런 점에서 공정거래위원회가 올해 주요 업무 추진계획을 대통령에게 보고하면서 '금융사의 연결권 제한, 지주회사의 금융·비금융사 동시 소유 금지 등 금산분리 제도와 같은 대기업집단 제도 합리화 과제를 발굴·논의'하겠다는 계획을 밝힌 것에 대해 우려하지 않을 수 없다. 또, 일부 행동주의 펀드 운용자들이 높은 상속·증여세율을 낮은 주가의 원인으로 돌리면서 상속·증여세율의 인하를 주장하고 있는데 이에 대해서도 우려하지 않을 수 없다. 지배주주가 주가를 의도적으로 낮춰 과세 대상 상속·증여재산의 가액을 낮추거나 일감몰아주기 등으로 자녀의 재산을 불리는 것의 근본적인 원인은 높은 상속·증여세율에 있기보다는 창업자 가족이 계속해서 회사를 지배할 경우 얻게 되는 경제적 이득이 너무 크기 때문이다. 이런 경우 기업 거버넌스 개혁을 통해 지배에 따른 사적 편익(private benefit of control)을 감소시키는 것이 합당한 정책 처방이다. 이런 노력 없이 상속·증여세율만 낮춘다면 사익편취 행위가 전혀 줄어들지 않은 상태에서 지배주주의 세 부담만 절감해주는 결과를 초래할 것이다.

참고 문헌

경제개혁연대, 법무부에 금호석유화학 박찬구 회장 해임 조처 재요청, 2023. 4.10.

김우찬·강정민, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립,” 경제개혁리포트 2010-4호.

Becht, Marco, Andrea Polo, and Stefano Rossi. "Does mandatory shareholder voting prevent bad acquisitions?." *The Review of financial studies* 29, no. 11 (2016): 3035-3067.

OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, 2012.

G - BRIEF No.6

한국형 거버넌스(G)의 구조적 문제와 해결방안

발행일 2023년 4월 28일

발행인 한영수

발행처 한국법제연구원

세종특별자치시 국책연구원로 15 (반곡동, 한국법제연구원)

T. 044)861-0300 F. 044)863-9915

등록번호 1981. 8.11. 제2014-000009호

<http://www.klri.re.kr>

1. 본원의 승인없이 轉載 또는 譯載을 禁함.
2. 이 책자의 내용은 본원의 공식적인 견해가 아님.

E.S.G.

③

BRIEF